

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620080153579

UDC_____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

创业投资之对象公司治理绩效研究

—— 基于 VC 为大股东的股权结构视角

The Study of How its Corporate Governance Influences the
Venture-Capital-Backed Firm's Operation Performances
with the Viewpoint of a Major-holding Venture Capitalist

王 国 雄

指导教师姓名: 张亦春 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 王冠雄

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）： 王冠雄

年 月 日

摘要

本研究之意义在探讨创投成为前十大股东，如何协助被投资公司做好公司治理，创造经营绩效以及被投资公司上市上柜后，若创投选择不退出。持续投资于该公司，对创投与被投资公司，是否创造双赢局面?透过研究方法与实证分析，得到三个具体结论:①创投投资的企业，初次公开上市上柜前之经营绩效较无创投投资的企业为佳 ②创投投资的企业，于公开上市上柜当年之经营绩效，较有创投但已退出的企业为佳 ③被投资企业于上市上柜后若创投仍持续持股，则其经营绩效较创投退出者佳。本研究创新之处则在创投于被投资公司上市上柜后，不一定要选择退出。一般理论认定此为最佳时点应该收割，但本研究认为有时不退出反而获利更大，提出一种不一定要退出的观点，甚至从被投资公司角度，乐得创投这最佳伙伴，持续协助管理与监督，让经营绩效更佳，公司治理更好，达到双赢的境界。

台湾地区在 80 年代，因产业环境改变，原来赖以出口的劳力密集事业遭受严重挑战，力求转型与升级之际，向美国学习创投事业经营并同步奖励创投之推动，20 余年来成果丰硕，总投资额达 2500 亿元台币，并占历年来上市柜科技企业家数 703 家之 47.5%，达 334 家之多，并因而培育出许多世界级的科技公司，创投之贡献有利于产业形成，开创新格局，本研究最大的期待为即将推动的十二五规画，把创投的模式与经验纳入政策推动。协助国家建立绿能产业，让创投在产业从黑猫转为绿猫之际，扮演一个关键角色，成为国家产业升级的重要推手。

关键词：创业投资 公司治理 股权结构

ABSTRACT

This research is to study how the venture capitalist who is the top ten shareholder can assist the objective company to better perform by involving in its corporate governance. In addition, the research also targets at observing whether win-win situation between two parties could be created if the venture capitalist sticks with the company after it going public. Through research methods and positive analysis, three assumptions related time periods (before, during and after IPO) are concluded:

1. Before IPO (Initial Public Offering), the venture-capitalized companies are outperformed than the non-venture-capitalized ones,
2. During IPO, the venture-capitalized companies whom venture capitalist still sticks with are better performed than those who venture capitalist quit out. And,
3. After IPO, the objective companies with venture capitalist still involved are even better performed than those who venture capitalists quitted.

The innovated concept of this research is the optimal quitting timing of venture capitalists. According to the general practices, the venture capitalists should quit right after IPO for pursuing their ultimate benefits. This study shows an opposite observation by proposing a concept of “Win-Win” partnership between venture capitalists and the venture-capitalized companies. That is, venture capitalists can assist their partners to better perform by involving in their corporate governance. On the other hand, the venture capitalized companies might be more than welcome to venture capitalist’s third-party governance and management inputs.

In 1980s, industries in Taiwan faced the keen competition originated from the nature of industries swift from labor intensive to intelligence/capital intensive. While

upgrading itself, Taiwan government learnt the practice of venture capital from the U.S. and launched its governmental incentive programs. In its 20-year practice, the venture capitalized companies amounted to 250 billion investments and accounted of 47.5% of 703 public hi-tech companies. By the push-up of venture capitalism, Taiwan bred up many world-scale hi-tech companies and made major breakthroughs in the industrial evolution.

The main purpose of this study is to introduce and summarize the model, practice and experience track of venture capitalism to the authority when the emerging of the 12th National 5-year-plan (Shi-Er-Wu-Guihua). I expect the practice of venture capital can play the crucial role and be the important push-up for the government when moving up “traditional industries” to “green industries”.

Key Words: Venture Capitalist Corporate Governance Capital Structure

目 录

导 论	1
一、问题的提出	1
二、研究思路	3
三、主要贡献与未来进一步研究的方向	4
第一章 文献综述	6
第一节 创业投资文献综述	6
第二节 公司治理的文献综述	16
第三节 股权结构的文献综述	23
第四节 创投影响被投资对象经营绩效之文献综述	25
第二章 创业投资事业概况研究	29
第一节 美国创投产业的发展概况	29
第二节 中国大陆创业投资产业的发展概况	32
第三节 台湾地区创业投资产业的发展概况	36
第四节 两岸创业投资模式的比较分析	40
第三章 创投参与和公司治理绩效	53
第一节 经验资产的应用	53
第二节 四种行业的价值创造	56
第三节 具体的协助方法	64
第四章 公司治理架构与法令实施	66
第一节 公司治理守则	66
第二节 独立董监事与公司治理	69
第三节 建立独立董事制度	72
第四节 独立董监事在公司治理上所扮演的角色	74

第五章 美国之公司治理架构与改革	79
第一节 公司治理模式	79
第二节 美国公司治理之变革与架构	80
第三节、美国公司治理之改革	83
第四节 借鉴美国之新公司治理方案	84
第六章 创投参与影响公司治理绩效之实证研究	87
第一节 研究假设	87
第二节 数据来源	89
第三节 研究变量定义	92
第四节 统计分析方法	94
第五节 研究步骤	96
第六节 研究不足	96
第七节 实证结果与分析	97
第七章 结论与建议	108
第一节 研究结论	108
第二节 研究建议	109
参考文献	111

Contents

1. Introduction	1
1-1 Question's Putting Forward	1
1-2 Train of Thought of Research	3
1-3 Major Contribution and Direction of Further Research in the Future	4
2. Literature Review	6
2-1 Literature Review of Venture Capital Investment	6
2-2 Literature Review of Corporate Governance	16
2-3 Literature Review of Ownership Structure	23
2-4 Literature Review of Venture Capital Investment's Influencing the Operational Performance of the Investee	25
3. General Situation Research of Venture Capital Enterprise	29
3-1 Research of USA	29
3-2 Research of Mainland China	32
3-3 Research of Taiwan	39
3-4 Analysis of Venture-Capital Development between two sides of Taiwan Straits	40
4. Exploration of Venture Capital Investment's Assisting the Objective Company to Boost the Corporate Governance Performance	53
4-1 Application of Experiences	53
4-2 Value Creation of Four Industries	56
4-3 Concrete Methods of Assistance	64
5. Corporate Governance Framework and Laws and Decrees' Putting into Effect	66

5-1 Rules of Corporate Governance	66
5-2 Independent Director and Supervisor & Corporate Governance	69
5-3 Establishing the System of Independent Director	72
5-4 Independent Director and Supervisor's Roles in Corporate Governance	74
6. USA Company's Corporate Governance Framework and Reformation	79
6-1 Corporate Governance Mode	79
6-2 Transformation and Framework of USA Company's Corporate Governance	80
6-3 USA Company's Corporate Governance Reformation	83
6-4 New Corporate Governance Standards of Listed Company	84
7. Research Methods	87
7-1 Formation of Hypothesis	87
7-2 Data Source	89
7-3 Definition of Operational Variable	92
7-4 Statistical Analysis Methods	94
7-5 Steps of Research	96
7-6 Restriction of Research	96
7-7 Empirical Results and Analysis	97
8. Conclusion and Suggestions	108
8-1 Research Conclusion	108
8-2 Research Suggestions	109
References	111

导 论

一、问题的提出

1、选题背景

台湾地区自 20 世纪 80 年代以来,经济实现快速增长,但同时其所依赖的传统劳动力密集型产业也因为劳动力成本的不断上升和环境保护诉求的不断严格而逐渐失去其国际竞争优势。也因此,台湾地区提出产业转型与国际化的经济发展战略,致力将传统产业结构转型为具有高附加价值之高科技产业,建立以科技企业为主体之产业体系。台湾地区提出一系列之政策措施,以期实现经济发展模式的快速转型。政策措施包括设立科学园区,修改奖励投资条例,全面提供科技事业发展之硬件及奖励科技事业兴办之各项条件,其中最重要的是将创业投资事业正式纳入奖励项目,并且订定于奖励投资条例第八条,通过促进资本形成来配合政府推动科技产业发展。

科技产业的发展是建立在研究发展与产品创新的基础之上。然而,早期台湾地区科技业仍处于萌芽或初期成长阶段,取得所需技术与开拓市场均需大量资金才能实现企业成长。与一般企业相比,对初创的风险企业特别是高新技术企业的投资具有高风险、高收益和长期性等特点,这也就决定了初创的科技企业很难像一般企业那样能够从传统的金融机构和金融市场获得融资。我们知道,从传统的股票市场或债券市场获得融资时,企业必须具有成熟的产品或市场,有可预期的并较为确定的未来现金流,以使其在定价上能够被市场和投资者所充分理解。然而,处于初创阶段的高科技企业往往很难具备上述融资条件;而传统的金融机构如商业银行在进行贷款融资时往往也要求企业对资金需求和借贷年限有比较准确的预算。但处于初创阶段的高新技术企业面临着很大的不确定性,通常很难准确预测投资所需金额和年限。并且,“挤提”等刚性的风险约束也限制了商业银行对高风险项目的投资。传统的金融市场和金融机构无法满足对科技企业的投融资

资需求，这必然阻滞技术创新进而影响经济发展。因此，对高科技企业的投资和融资需要新的金融中介机构和新的金融服务方式。台湾地区为积极推动科技产业发展，除上述奖励投资条例，于 1983 年公布“创投事业管理规则”，使科技产业得以获得创投资金的注入，并促使台湾地区经济实现成功转型。

台湾地区的创投事业自 1984 年启动以来，历经 20 余年的经营与发展，共募集 2380 亿元新台币投资于台湾地区内外高科技项目达 13000 多项。而历年来累积投资于企业金额 2,500 亿元，藉由创投衍生之乘数效应相当可观。历年来创投支持上市(柜)之科技企业达 334 家，约占国内上市柜科技企业 703 家的 47.5%。几乎每两家上市柜公司中就有一家接受过创投的投资。许多企业甚至成为所在产业的领导者，如台积电、联电、宏碁、鸿海、华硕、广达、明基、友达光电等。由此可见，创投事业对台湾地区早期新创科技事业与经济发展确实作出了重要的贡献。

创业投资事业主要以高科技企业为主要投资对象，与一般产业最大不同在于其具有高风险，高回报的特征。从投资到退出，全程约 3-8 年，亦即投资后管理涵盖的时间很长，对投资案成效影响甚大。在投资过程中，创投事业为了维护本身的重大利益，必定要追踪监控被投资公司，尤其致力于被投资公司治理机制的改善，以提升企业的经营效率和有效监督管理者的行为，并通过规范制度的设计和执行保障外部股东应得利润，并兼顾利益相关者的利益。

依『经济合作发展组织』(OECD, Organization for Economic Cooperation and Development)的原则，将公司治理分为五个方面：1.股东的权益 2.董事的责任 3.信息的透明化 4.会计及审核体系 5.外部独立董事。公司治理的目的是追求公司价值的最大化，乃至整体社会价值的最大化。创投事业在协助优化被投资企业的公司治理体系时，也要确保创业投资最有效的运用，让投资的绩效得到有力的控制。

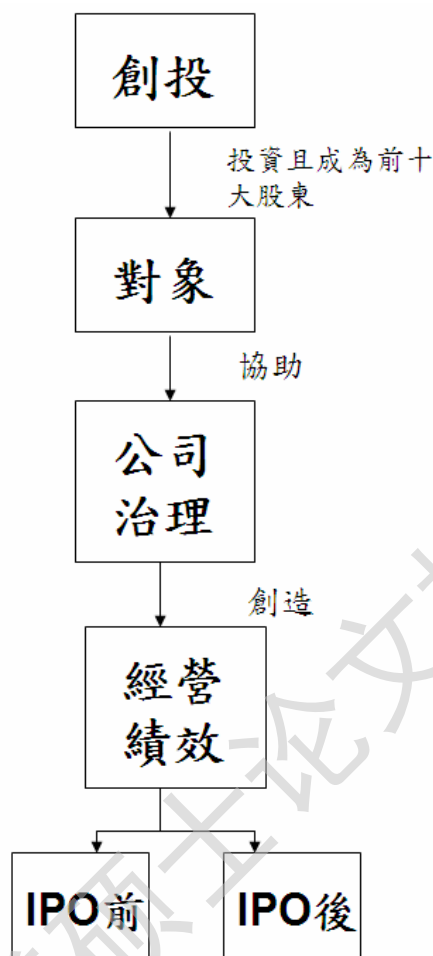
2、研究意义

正如上文所述，历年来创投支持上市(柜)之科技公司约占台湾地区科技类

上市(柜)的 47.5%，创投对台湾地区科技产业的影响重要且深远。因此，研究创投对这些科技公司经营绩效的影响具有重要的现实意义。我们知道，为了能够有效影响创业企业的经营决策，创投必须对投资对象占有一定比率的股份。根据台湾地区证期局的规定，前十大股东要揭露于公开说明书，亦即创投的持股比率必须能够进入前十大股东，并占有董监事一席以上，这样才能对创业企业的经营发展发挥较大的影响力。本研究的第一项意义在于探讨创投成为前十大股东之后如何协助投资对象完善公司治理，参与经营决策，提升企业抗风险能力，取得较佳经营绩效，最后能够通过 IPO 实现上市或上柜。本研究的第二项意义在于进一步探讨创业企业实现 IPO 之后，若创投选择暂不退出，继续持有高比率股份，能否让该上市科技企业实现更佳的经营绩效？我们知道，一般的创投皆以 IPO 作为最优的退出方式，获得丰盈利润并退出，再找下一个投资标的，但本研究将探讨当所投资企业实现 IPO 后，创投资本没有立即退出，而是选择继续拥有股份，在这种情况下被投资公司能否获得较佳的绩效表现。

二、研究思路

本文首先探讨创投参与如何改进所投资公司的公司治理机制，进而改进公司的经营绩效，对于后者本文又分为 IPO 前和 IPO 后两个方面进行研究。



三、主要贡献与未来进一步研究的方向

1、论文主要贡献

本文通过对两岸创投的发展概况、运营模式以及其对所投资公司治理绩效的比较研究，在此基础上进行实证研究发现：（1）创投成为前十大股东之 IPO 公司，有利经营绩效之提升，且优于无创投或创投未成为前十大股东的 IPO 公司；（2）IPO 之后，创投持续维持前十大股东，有利 IPO 公司保持较优之经营绩效，胜过创投退出之 IPO 公司。这一研究丰富了创投参与和公司经营绩效的相关文献。

此外，本文在对两岸创投业进行比较研究的基础上探讨创投如何改进所参与公司的治理机制进而改进经营绩效，并对大陆创投业的发展提出相关的政策建议和思路分享，希望能对大陆的创投产业及其所参与公司经济绩效和治理机制的改

进有所帮助。

2、未来进一步研究方向

关于公司治理机制，原本作者考虑进行量化处理，但结果发现资料严重不足，下一步想研究公司治理之量化指标，让未来的研究不会只拘泥于文字。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 文献综述

第一节 创业投资文献综述

一、创业投资之内涵

根据美国创业投资协会（national venture capital association, NVCA）的定义，创业投资（venture capital, VC）是指由职业金融家对新兴的、迅速发展的，蕴涵着巨大竞争潜力的企业的权益性投资。欧洲创业投资协会（national european venture capital association）对创业投资的定义更为宽泛，他们认为所谓的创业投资是指一种由专门的投资公司向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业提供资金支持并辅以管理参与的投资行为。

1946 年，现代意义上的第一家创投公司“美国研究发展公司”（American Research & Development Corp, ARD）在波士顿成立，该公司的宗旨在于为那些快速发展的企业提供权益性启动资金。ARD 于 1957 年投入 7 万美元对 DEC（Digital Equipment Company）进行创业投资，1971 年升值为 3.55 亿美元，14 年内价值增长了 5 000 多倍，成为创投发展史上的经典案例。尽管如此，美国创投的正式起步还是源于 1958 年《中小企业投资法案》的颁布，该法案确立了中小企业投资公司制度（small business investment company, SBIC），从而使风险资本家可以获得政府的资金支持。创投推动了美国高新技术产业的发展。20 世纪 50 年代的半导体硅材料、70 年代微型计算机、80 年代的生物工程以及 90 年代的信息技术的蓬勃发展都离不开创投的支持。许多著名的企业如 DEC、苹果电脑（Apple）、联邦快递（Federal Express）、英特尔（Intel）、微软（Microsoft）、思科（Cisco Systems）和 Genentch 等公司，在其初创阶段都接受过创投的支持。创投在一定程度上也促成了美国 90 年代中后期出现历史上第

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库